

Ставицький А. В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економічної кібернетики
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

РОЛЬ ЗОВНІШНЬОГО ВПЛИВУ НА ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ УКРАЇНИ

Досліджено вплив на рівень споживання та цін в Україні зовнішніх факторів із застосуванням інструментарію векторних авторегресій (VAR). Доведено, що на трансмісійному механізмі суттєво позначається базова ставка ФРС.

Ключові слова: трансмісійний механізм, VAR-модель, монетарна політика, зовнішні шоки.

Останнім часом в усьому світі монетарна політика розглядається як основа управління економікою. Фактично більшість країн перейшла до переважно монетарних заходів стимулювання економічного зростання. Це спричинило уніфікацію економічної політики, а відтак — однакову вразливість відповідних економік до загальносвітових викликів.

У період з 1997 по 2008 р. світова економіка пережила декілька спекулятивних “бульбашок” на фінансових ринках, проте до сьогодні не розроблені практичні методи їх запобігання або локалізації. Крім того, немає теоретичного підґрунтя для недопущення створення таких “бульбашок” за допомогою монетарної політики¹.

Мета дослідження полягає у визначенні ефективності трансмісійного механізму на сучасному етапі в Україні, а також оцінці зовнішнього впливу на наслідки монетарної політики.

Основною проблемою для центральних банків країни є регулювання загального рівня цін для підтримки або заданого рівня інфляції, або стабільного валютного курсу національної грошової одиниці. Таке завдання розв’язується за допомогою певного трансмісійного механізму, який виступає інструментом передачі змін у використанні грошово-кредитної політики центрального банку фінансовому сектору економіки, спрощує застосування складної сукупності каналів та зв’язків прямої й зворотної дії.

Трансмісійні механізми достатньо розрізняються залежно від рівня розвитку країни, традицій та зовнішніх факторів. Одним з найбільш розвинутих механізмів є система США² (рис. 1).

¹ Андрюшин С. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы для методологии и уроки для России / С. Андрюшин, В.Бурлачков // Вопросы экономики. — 2008. — № 11. — С. 38–50.

² Kuttner K. N. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions / K. N. Kuttner, P. C. Mosser // FRBNY Economic Policy Review. — 2002. — May. — P. 15–26.

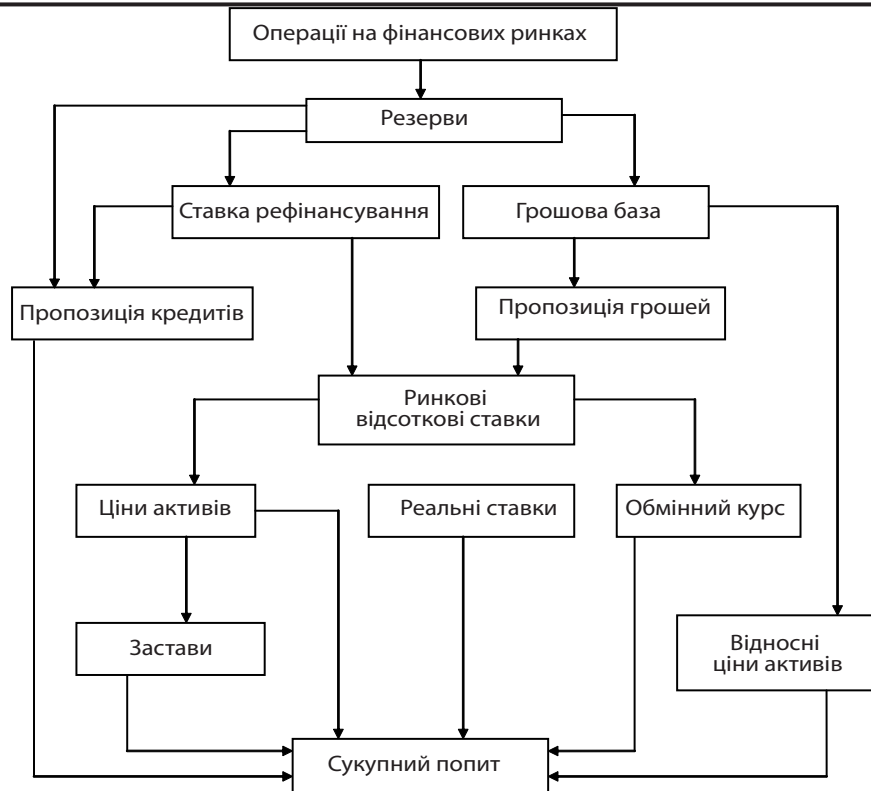


Рис. 1. Трансмисійний механізм у США

У Великобританії³ (рис. 2) вагоме значення надається саме управлінню інфляцією, тому кінцевим елементом трансмісійного механізму є рівень цін. При цьому зауважимо, що на відміну від США, істотна увага приділяється цінам на імпортні товари.

Відповідно до Закону України “Про Національний банк України” основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці країни. Виконуючи основну функцію, Національний банк України підтримує стабільність банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, – цінову стабільність⁴. Відтак в Україні розглядається спрощена схема механізму монетарної трансмісії⁵, яка визначає взаємовплив інструментів монетарної політики центрального банку не тільки на інфляцію, але й на рівень економічного зростання та його складові (інвестиції, споживання, накопичення)(рис. 3).

³ The Transmission Mechanism of Monetary Policy. – Bank of England [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bankofengland.co.uk.

⁴ Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 29. – Ст. 238.

⁵ Монетарний трансмісійний механізм в Україні : науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик та ін. – К. : Нац. банк України, Центр наук. досліджень, 2008. – 144 с.

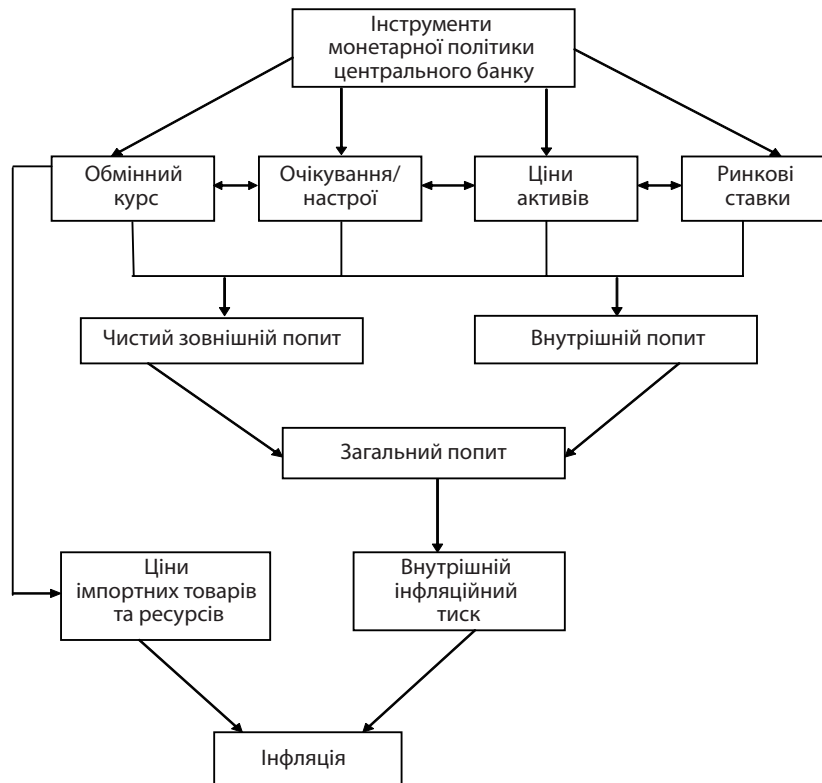


Рис. 2. Трансмісійний механізм у Великобританії

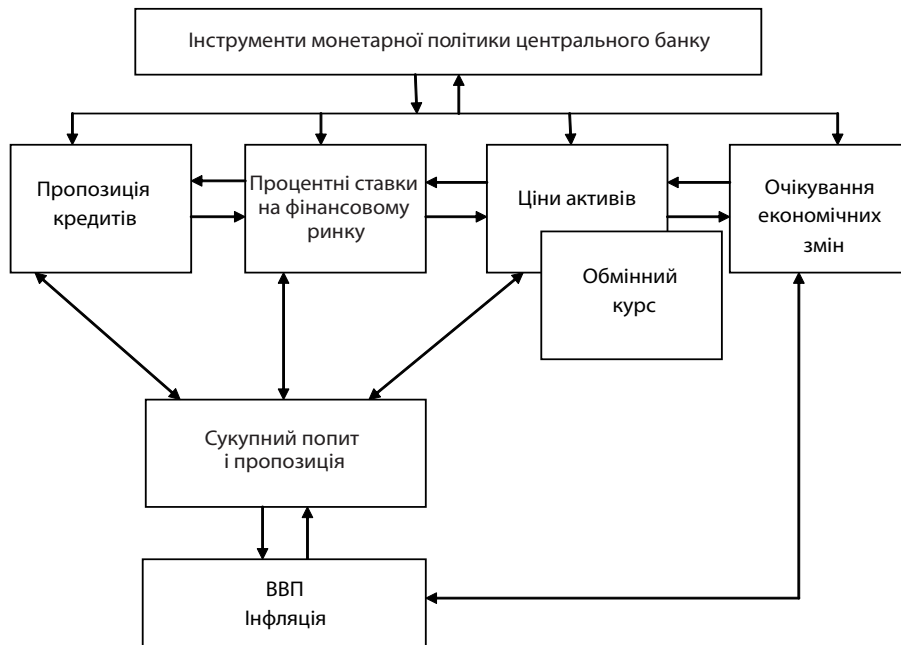


Рис. 3. Загальна схема механізму монетарної трансмісії в Україні

Науковці, у тому числі й в Україні, вбачають необхідність введення режиму таргетування інфляції. У той же час таргетування не застосовується в жодній країні з недиверсифікованим експортом, що пов'язано, найімовірніше, з низьким ступенем прогнозованості світової кон'юнктури⁶.

Наведена схема засвідчує, що основою регулювання мають виступати відсоткові ставки та рівень грошової пропозиції, адже вони впливають принаймні опосередковано на ціни активів та економічні очікування. Обмінний курс національної валюти залишається важливим фактором макроекономічної стабільності через великий обсяг експортно-імпортних операцій у структурі ВВП нашої країни.

Серед змінних, що характеризують макроекономічну стабільність, у першу чергу слід виокремити рівень цін країни й темпи економічного зростання. Економічний розвиток будь-якої країни визначається великою кількістю параметрів, найважливішими з яких є розмір валового внутрішнього продукту (ВВП) або його приросту та рівень інфляції. Разом з тим слід зазначити, що ці показники не можуть повністю відобразити потенціал економіки через ряд причин.

На нашу думку, більш важливим показником, ніж динаміка ВВП, є рівень споживання, тобто витрат населення. При падінні ВВП споживання може або зовсім не скоротитися, або неістотно зменшитися. У такому разі, з точки зору середнього жителя країни, економічна криза є не надто відчутною — заощадження використовуються, щоб згладити ефект тимчасового падіння доходу. Наприклад, у перехідних економіках (зокрема в Росії) спад споживання в 1990-ті роки був меншим за зниження ВВП⁷.

У сучасному світі розвиток завжди супроводжується кризами. Можливість вільно та практично миттєво переміщати фактично по всьому світу величезні суми коштів дає змогу спекулянтам грати з вартістю товарів та активів, що спричиняє нестабільність цін. Особливої шкоди така ситуація завдає експортно орієнтованим країнам, де коливання цін на товари експорту є дуже значним. Раптове зниження цін на експортний товар тягне за собою обвал усієї економіки країни, цей стан посилюють фінансові спекулянти, які в умовах економічного спаду перестають покладатися на валюту країни, що викликає її стрімку девальвацію. Це, у свою чергу, призводить до збільшення відсоткової ставки, швидкого зростання національного боргу.

Процеси глобалізації та зростання ролі фінансового сектора зумовило “перекапіталізацію” світової економіки⁸. Зокрема, за останні 30 років темпи зростання вартості фінансових активів значно перевищували темпи

⁶ Андрюшин С. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы для методологии и уроки для России / С. Андрюшин, В. Бурлачков // Вопросы экономики. — 2008. — № 11. — С. 38–50.

⁷ Гуриев С. Ratio economica: анатомия кризисов / С. Гуриев, О. Цывинский // Ведомости. — 2008. — № 114. — 24 июня. [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.vedomosti.ru/newspaper>.

⁸ Науменкова С. В. Проблеми подолання негативного впливу глобальних диспропорцій та формування нового геофінансового механізму / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. — № 3. — 2009. — С. 23–36.

розвитку світової економіки: якщо у 1980 р. загальна вартість фінансових активів приблизно дорівнювала номінальному світовому ВВП, то вже у 2006 р. — перевищувала його приблизно у 3,5 раза.

У той же час слід наголосити, що майже всі країни світу досить суттєво пов'язані з економікою однієї країни — США. Це пояснюється значною економічною потужністю цієї країни, її надзвичайно високим приватним попитом, що дає можливість іншим країнам нарощувати виробництво на експорт, ключовою роллю долара США при торговельних розрахунках та створенні валютних резервів. Також у сучасному світі посилюється роль спекулятивних операцій, які у переважній більшості здійснюються саме у доларах США.

Очевидно, що будь-яка зміна ситуації в економіці США викликає реакцію на фінансових ринках усього світу. Внаслідок надзвичайно високої мобільності спекулятивних капіталів відповідні зміни спостерігаються майже в усіх країнах, але з різними наслідками.

Як зазначає Р. Дорнбуш, у світовій практиці відсутні приклади успішного контролю над відпливом ресурсів за кордон, а тому державні зусилля мають спрямовуватися саме на мінімізацію причин відпливу капіталу⁹. Слід зазначити, що до цього часу ситуація фактично не змінилася: на всі протидії держави спекулянти відповідають новими способами виводу капіталів з потрібних ринків. Отже, при незмінній світовій фінансовій системі залишається лише прогнозувати відпливи капіталу, а також знаходити причини таких дій.

У контексті викладеного розглянемо модель впливу основних параметрів трансмісійного механізму на макроекономічну стабільність України з урахуванням зовнішнього впливу. Для моделі було обрано п'ять змінних, що характеризують власне монетарну політику в країні, а також її наслідки для макроекономічної стабільності:

- рівень витрат населення, млн грн;
- індекс споживчих цін;
- середньозважена ставка за всіма інструментами, %;
- рівень грошової маси M2, млн грн;
- обмінний курс національної валюти, грн за 100 дол. США.

Для визначення зовнішнього впливу до моделі рекомендується включити два екзогенні показники¹⁰:

- базову ставку відсотка ФРС США, %;
- рівень ВВП США, млрд. дол.

Оскільки наведені змінні не мають статистично значимої залежності в одному періоді, необхідно обрати модель, що дозволила б проаналізувати динамічні залежності між ними. Такий інструментарій був застосований у вигляді VAR-моделі, що пов'язано зі зручністю використання зазначених моделей для країн з невеликою кількістю даних. Оскільки в Україні з 2003 р.

⁹ *Dornbush R. Mexico: Stabization, Reform and No Growth / R. Dornbush, A. Werner // Brookings Paper on Economic Activity. — 1994. — № 1. — P. 253–315.*

¹⁰ *Tsangarides Ch. Monetary Policy Transmission in Mauritius Using a VAR Analysis / Ch. Tsangarides. — IMF, 2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1036.pdf>.*

прийнято нові правила обрахунку грошових агрегатів, то всі дані використано у квартальній структурі з I кв. 2003 р. по III кв. 2009 р.

Загальний вигляд моделі можна представити таким чином:

$$Y_t = A(L) \cdot Y_t + B(L) \cdot X_t + \varepsilon_t,$$

де Y_t – вектор ендогенних змінних системи; X_t – вектор екзогенних змінних системи; $A(L)$, $B(L)$ – матричні поліноми; L – лаговий оператор; ε_t – вектор збурень рівнянь моделі.

Через значний рівень сезонності у рядах було вирішено провести їх сезонне коригування за допомогою стандартної процедури Census X12.

Використання критерію визначення довжини лага довело, що у моделі доцільно використовувати три лаги. Для оцінки трансмісійного механізму застосовується імпульсний аналіз із шоком в одне стандартне відхилення одного з інструментів монетарної політики на інші змінні. Результати аналізу засвідчили, що рівень споживання реагує на шоки у монетарній політиці протягом тривалого часу. Максимальний вплив спостерігається через три-чотири квартали після відповідного шоку. Найбільш значущими для рівня споживання є зміни відсоткових ставок, на другому місці – рівень агрегату M2, найменш впливовим виявляється курс іноземної валюти. Проте у середньостроковій перспективі власне курс долара США перестає впливати на рівень витрат населення, тобто люди звикають до шоків на валютному ринку значно швидше. У той самий час рівень M2 та рівень ставок продовжує діяти вже з протилежним знаком ще як мінімум протягом року.

Майже аналогічна ситуація спостерігається з реакцією рівня цін: основний вплив має місце через два-три квартали після відповідних шоків. Зміни у M2 стають найбільш відчутними через рік після шоку, а вплив шоку у зміні валютного курсу нівелюється протягом першого року.

Також важливість монетарної політики може бути оцінена за допомогою декомпозиції дисперсії прогнозу помилок. Вплив інструментів монетарної політики на рівень споживання, починаючи з III кв., після відповідних змін оцінюється у 20–22 %. Це означає, що рівень споживання в країні є достатньо постійним, він слабо реагує на зміни саме монетарної політики.

Водночас ситуація з реакцією цін на зміну монетарної політики цілком протилежна. У перші два квартали після шоку рівень витрат населення є найбільш важливим при визначенні рівня цін в країні (вплив оцінюється у 51–61 %), суттєво зростає роль грошової маси та відсоткових ставок (до 30–45 %). Очікування людей, що базуються на оцінці інфляції на попередньому рівні, залишаються досить впливовими для формування нової інфляції – близько 20 %.

У розглянутій моделі роль США для трансмісійного механізму в Україні видається незначною, оскільки коефіцієнти при екзогенних змінних (базова ставка відсотка ФРС США та рівень ВВП США) є не завжди значимими. Проте такий стан речей не може свідчити про наявність великих спекулятивних капіталів, що надходили в Україну останніми роками.

Відтак було вирішено розглянути альтернативну модель 2, використавши замість змінних їх нормовані значення. Зокрема, замість рівня витрат населення було використано рівень витрат, нормований на загальний рівень цін в країні, що дало змогу отримати рівень витрат у постійних цінах. Ана-

логічна процедура була застосована до грошової маси та валютного курсу. Після цього наведені змінні були оброблені за допомогою процедури Census X12 для позбавлення сезонності. Окрім цього, для узгодження даних замість номінального ВВП США було застосовано ВВП США у цінах 2000 р.

Таким чином, аналіз довів можливість використання стандартної VAR-моделі у рівнях з трьома лагами. Подальше дослідження проводилося за алгоритмом першої моделі.

Перш за все слід відзначити, що суттєво змінився вплив макроекономічних даних США на параметри економічного розвитку України. Вплив базової ставки ФРС є значним для всіх змінних, крім ставки відсотка в Україні. Варто зауважити, що роль базової ставки США на індекс цін та валютний курс є негативною, тобто при збільшенні ставки індекс цін та валютний курс, нормовані на індекс цін, мають тенденцію до зменшення. У той же час вплив базової ставки США на нормовані рівні витрат населення та грошової маси є позитивним, наприклад, при збільшенні базової ставки США на 1 % рівень споживання зростає за поточного індексу цін приблизно на 3,1 млрд грн. Рівень ВВП США у цінах 2000 р. виявився найважливішим для рівня споживання в Україні.

Імпульсний аналіз засвідчує, що найбільш відчутно на рівень витрат населення впливає шок розміру нормованої грошової маси, а рівень цін достатньо слабо залежить від шоків трьох розглянутих факторів.

Декомпозиція дисперсії прогнозу помилок демонструє, що найбільший вплив на рівень нормованих витрат населення мають індекс цін (на рівні близько 20 %) та рівень грошової маси (від 30 % через три квартали після шоку до 20 % – у подальші квартали). У короткостроковому періоді інфляційні очікування поступаються за важливістю рівню витрат населення при впливі на індекс цін. Виняток становить лише перший період, де ці фактори міняються місцями за важливістю.

Необхідно чітко усвідомлювати, що різниця у відсотковій ставці в різних країнах за сучасного рівня глобалізації фактично призводить до збільшення ризику планетарної фінансової системи, оскільки завжди існуватимуть спроби арбітражу в цій галузі. Це, у свою чергу, зумовлює збільшення ризику на фондових ринках країн, валютних ринках тощо.

Водночас слід зауважити, що останніми роками значно посилюється вплив монетарної політики на макроекономічні показники, хоча він ще залишається недостатньо ефективним. Слабкі наслідки шоків у валютній політиці свідчать про високий рівень доларизації всієї економіки, що знижує ефективність монетарної політики.

У статті доведено істотний вплив базової ставки ФРС майже на всі розглянуті змінні, що підтверджує високу інтегрованість України у світову економіку. На жаль, така інтеграція не завжди є безпечною, а тому Україні необхідно виробити стратегію захисту від дій спекулятивного капіталу, наприклад, за допомогою податку на фінансові трансакції. Незважаючи на можливі негативні наслідки такого податку, це має значно підсилити стабільність всієї фінансової системи країни, а також пом'якшити негативні зовнішні впливи.